

آليات تبليغ أثر السياسة النقدية عند الفائدة الصفرية والسالبة

Mechanisms for reporting the impact of monetary policy at zero and negative interest

علي صاري*

جامعة سوق أهراس - الجزائر -

Email:sariali83@yahoo.com

تاريخ الاستلام: 2019/09/23

تاريخ القبول: 2019/11/30

الملخص:

يعتبر معدل الفائدة من الأدوات الأكثر فعالية وسرعة في نقل أثر السياسة النقدية إلى مكونات النشاط الاقتصادي، وهو ما عمدت إليه مجموعة من البنوك المركزية في الدول المتقدمة في اتخاذ إجراءات من شأنها أن تقوم محل السياسة النقدية التقليدية، حيث اضطرت بعد الأزمة المالية الأخيرة إلى تبني سياسات نقدية غير التقليدية من أجل تخفيف العواقب الناجمة عن الانهيار وتيسير التعافي الاقتصادي، عندما لم تعد قنوات انتقال أثر السياسة النقدية التقليدية فعالة لدعم النشاط الاقتصادي الحقيقي، والتي من بينها سياسة معدل الفائدة الصفرية، ثم معدل الفائدة السالبة، بهدف التأثير على بنية الإيرادات والعائدات وبالتالي تحفيز الطلب الكلي وتحقيق التوظيف الكامل.

الكلمات المفتاحية: السياسة النقدية، الفائدة الصفرية، الفائدة السالبة.

تصنيف JEL: E52 ، E43

Abstract:

The interest rate is one of the most effective and rapid tools in transferring the monetary-policy impact to components of economic activity, which a group of advanced-country central banks has taken actions that will replace conventional monetary policy, as after the recent financial crisis, unconventional monetary policies were forced to mitigate the consequences of the crash and facilitate economic recovery, when traditional monetary-policy transmission channels were no longer effective to support real economic activity, including zero-interest-rate policy, and then negative interest rates, in order to stimulate full employment and revenue structures and revenue.

Keywords: Monetary policy, zero interest, negative interest.

Jel Classification Codes: E52 ، E43.

* المؤلف المرسل

المقدمة:

يعتبر معدل الفائدة من الأدوات الأساسية للسياسة النقدية التي تأخذ في الاعتبار عند التعامل مع المتغيرات في السوق مثل التضخم، البطالة، والإستثمار؛ فغالباً ما تلجأ البنوك المركزية إلى خفض معدلات الفائدة لتشجيع الإستثمار الداخلي والاستهلاك في إقتصاد معين؛ إلى أننا في الآونة الأخيرة نلاحظ إتباع البنوك المركزية لسعر الفائدة الصفري وحتى السالب.

فبعد تبني البنوك المركزية سياسات الفائدة الصفرية (ZIRP) (Zero Interest-Rate policy)، انتشر تبني معدلات الفائدة الاسمية السالبة (NIRP) (Negative Interest-Rate policy)، بصورة واضحة في الآونة الأخيرة، حيث لجأ إليها عدد من البنوك المركزية في العالم، وعلى رأس هذه البنوك البنك المركزي الأوروبي، والبنك المركزي السويسري والدنماركي، وأخيراً البنك المركزي الياباني في سنة 2016؛ وتُعتبر أسعار الفائدة السالبة إحدى أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، التي تهدف في ظروف الركود الاقتصادي إلى تشجيع الأفراد والمستثمرين على الإنفاق لأغراض استهلاكية واستثمارية بدلاً من إيداعها لدى المصارف ودفع فوائد عليها. وينطبق الشيء نفسه على المصارف، إذ تشجعها أسعار الفائدة السالبة على إقراض أموالها بدلاً من إيداعها في المصرف المركزي ودفع فوائد عليها.

ويتم اللجوء البعض إلى إتباع هذا الخيار في محاولة لتنشيط الإقتصاد بعدما تم استنفاد جميع الطرق الأخرى التي باءت بالفشل، والبعض الآخر يريد أن يدفع المستثمرين الأجانب إلى الإستثمار خارج البلاد، وفي كلتا الحالتين تعتبر أسعار الفائدة السلبية من الخيارات الغير تقليدية التي أدت إلى خلق بضع تشوهات في الأسواق المالية.

أهمية الدراسة: تتبع أهمية هذه الدراسة من أجل معرفة الكيفية والآليات التي يمكن من خلالها تأثير أسعار الفائدة المنخفضة في مجال تسيير السياسة النقدية إلى متغيرات النشاط الاقتصادي، باعتبار أن قناة معدل الفائدة هي التي تتولى نقل تأثير (خفض أو رفع) معدل الفائدة إلى النشاط الاقتصادي.

أهداف الدراسة: إن هذه الدراسة تسعى إلى تحقيق جملة من الأهداف تتمثل في:

- محاولة معرفة السياسة النقدية غير التقليدية المعتمدة في اقتصاديات الدول المتقدمة وأدوات تنفيذها؛
- محاولة توضيح كيفية نقل أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي بواسطة معدل الفائدة السالب أو الصفري.

مشكلة الدراسة: تحاول هذه الدراسة الإجابة على إشكالية أساسية مفادها: ماهي الآليات التي يمكن من خلالها انتقال أثر الساسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي نتيجة لتغيير معدلات الفائدة وصولاً إلى النطاق السالب؟.

فرضية الدراسة: بنيت هذه الدراسة على فرضية رئيسية مفادها: أن خفض معدلات الفائدة إلى النطاق السالب يعتبر من أكثر الأدوات فعالية في نقل أثر السياسة النقدية إلى متغيرات النشاط الاقتصادي في زمن الأزمات.

السياسة النقدية وأدوات تنفيذها.

تعتبر أدوات السياسة النقدية عن المعدلات التي تقع تحت التحكم المباشر للسلطة النقدية، بما يمكنها من تعديل مستوياتها للوصول إلى تحقيق الأهداف النهائية، وتشمل نوعين من الأدوات، كمية وكيفية، إلا أن هذه الأخيرة تتباين من اقتصاد إلى آخر وتخضع لدرجة التناسق في الجهاز المصرفي وقوة الاقتصاد.

1.2. مفهوم السياسة النقدية: يقصد بالسياسة النقدية بصفة عامة مجموعة الوسائل التي تطبقها السلطات النقدية المكلفة بتسيير شؤون النقد والائتمان، وتكون هذه الهيمنة إما بإحداث تغييرات في كمية النقود أو في كمية وسائل الدفع بما يتلاءم والظروف الاقتصادية (جاسم، 1999، صفحة 207).

وتعرف **السياسة النقدية** بأنها: "مجموعة من القواعد والوسائل والإجراءات والتدابير التي تقوم بها السلطة النقدية للتأثير والتحكم في عرض النقود بما يتلاءم مع النشاط الاقتصادي لتحقيق أهداف اقتصادية معينة، خلال فترة زمنية معينة" (الحמיד، 2003، صفحة 90).

في حين أن المقصود بفاعلية السياسة النقدية هو مدى قدرة السياسة النقدية في التأثير على مجمل النشاط الاقتصادي بغية تحقيق الأهداف التي تسعى إليها هذه السياسة النقدية؛ والمتمثلة في تحقيق معدلات نمو اقتصادية مناسبة للقطاعات الإنتاجية وتحقيق قدر مناسب من الاستقرار في قيمة العملة الوطنية وكذلك مساهمة السياسة النقدية في تسريع عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية التي تشهدها البلدان النامية وذلك من خلال مجموعة من الوسائل والأدوات الكمية والنوعية للسياسة النقدية لبلوغ أهدافها المذكورة.

2.2. أدوات السياسة النقدية وفعاليتها: تشمل أدوات السياسة النقدية وفعاليتها أدوات السياسة النقدية المباشرة وغير المباشرة.

حيث يستطيع البنك المركزي، في تنفيذه للسياسة النقدية أن يعمل بشكل مباشر باستخدام سلطاته التنظيمية، أو بشكل غير مباشر باستخدام تأثيره على ظروف سوق النقد بوصفه

المصدر للنقد الاحتياطي، وتعمل الأدوات المباشرة عن طريق تحديد الأسعار أو الحد منها (معدلات الفائدة)، أو تحديد الكميات عن طريق اللوائح، في حين تعمل الأدوات غير المباشرة من خلال السوق وذلك في المقام الأول عن طريق تصحيح الطلب والعرض الخاصين بالاحتياجات المصرفية (ألكسندر و توماس بالينو، 1996، صفحة 14).

أ. الأدوات المباشرة (الكيفية): تعتبر الأدوات الكيفية للسياسة النقدية الأدوات الأكثر استخداماً من طرف البنوك المركزية، في التحكم في أنواع معينة من القروض وتنظيم الائتمان، ومن أهم هذه الأدوات هي: تأطير الائتمان؛ النسبة الدنيا للسيولة؛ الودائع المشروطة من أجل الاستيراد؛ قيام البنك المركزي ببعض العمليات المصرفية؛ التأثير والإقناع الأدبي؛

ب. الأدوات غير المباشرة (الكمية): وهي الأدوات التي ويستطيع البنك المركزي من خلالها أن تستهدف أنواعاً محددة من الائتمان و الموجهة لقطاع معين أو لغرض معين. وتتمثل أدوات السياسة النقدية الكمية في العناصر التالية: سياسة معدل إعادة الخصم، وسياسة السوق المفتوحة، وتغيير نسبة الاحتياطي القانوني.

ج. تبني الأدوات غير المباشرة: شهدت فترة نهاية سبعينات القرن العشرين بداية تحوّل البلدان الصناعية نحو التبنّي الكامل للأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية، وتبعها في ذلك كثير من الدول النامية، وذلك لوصف تلك الأدوات بأن لها فعالية أكبر من الأدوات المباشرة خاصة مع تغير المحيط الاقتصادي الذي أصبح أكثر انفتاحاً، إذ تعمل الأدوات المباشرة على تحديد معدلات الفائدة أو تحديد كميات القرض عن طريق القواعد التنظيمية، في حين أن الأدوات غير المباشرة تعمل من خلال السوق عن طريق التأثير في عرض وطلب النقود المصرفية (قدي، 2006، صفحة 83).

- ومن أجل تبني استخدام الأدوات غير المباشرة فإنه يجب مراعاة عدة جوانب، أهمها:
- عزل السياسة النقدية عن ضغوطات الحكومة لتمويل العجز المالي؛
 - ربط وتقوية العلاقة بين أسواق النقد وأسواق ما بين البنوك من خلال تطوير البنية الأساسية وأنظمة المدفوعات والتسويات وتطوير الإطار القانوني والتنظيمي للأسواق؛
 - إعادة هيكلة النظام المصرفي بما يقوي القدرة الإدارية للبنوك ويعزز المنافسة؛
 - تعزيز دور الرقابة والإشراف على البنوك والمؤسسات المالية؛
 - وتقوية الوسائل التقنية وطرق القياس والتنبؤ بما يسمح للبنك المركزي ضبط العرض النقدي بفعالية؛

هذا وقد أثبتت التجارب أن عملية الاختيار بين الأسلوبين تتوقف على مدى تطور الأسواق المالية ونشاطها، لكن هناك من ينصح باستعمال النوعين في نفس الوقت أو ما يعرف بـ"الحزام والحمالة" (belt and braces) لتحقيق الاستقرار المرغوب.

التحول في أدوات وأهداف السياسة النقدية بعد الازمة المالية 2008.

يتمحور النقاش في السياسة النقدية عموماً حول "آلية الانتقال": أي كيف تؤثر السياسة النقدية على الاقتصاد وما هي القنوات التي تعمل من خلالها؟. فلكي يمكن للسياسة النقدية أن تؤثر على أي شيء ذي أهمية، يجب عليها أن تنتقل من القطاع النقدي إلى القطاع الحقيقي. وفي هذا الصدد قامت البنوك المركزية في الدول المتقدمة في السنوات الأخيرة باتخاذ تدابير غير تقليدية واسعة النطاق في السياسة النقدية بعد الأزمة المالية العالمية الأخيرة 2007-2009، بهدف نقل أثر السياسة النقدية من القطاع النقدي إلى القطاع الحقيقي.

1.3. أدوات تنفيذ سياسة نقدية غير تقليدية: إن تطبيق سياسة نقدية غير تقليدية يتطلب مجموعة من الوسائل والادوات غير التقليدية كذلك، هذه الأدوات تفرضها حالة الواقع الاقتصادي المضطرب، ومن أهم هذه الادوات غير التقليدية ما يلي:

أ- **التيسير الكمي:** يعرف التيسير الكمي أو التسهيل الكمي بأنه: سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد القومي عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية غير فعالة. حيث يشتري البنك المركزي الأصول المالية لزيادة كمية الأموال المتاحة في الاقتصاد، ويتميز هذا الأسلوب عن السياسة النقدي المعتادة بأكثر شراء أو بيع للأصول المالية من أجل الحفاظ على معدلات الفائدة في السوق عند قيمة الهدف المحدد.

وقد تم استخدام هذا الأسلوب للتخفيف من أثر الأزمة المالية سنتي 2008-2009 من خلال برنامج التسهيل الكمي (QE1) بـ 1700 مليار دولار، من طرف الولايات المتحدة واليابان والمملكة المتحدة (DADUSH & eldelman, 2011, p. 11).

الأمر الذي سوف يضع ضغوطاً على الدول بأن ترد على مثل هذه السياسات لحماية عملاتها، وهو ما يمكن أن يجر دول أخرى على الدخول في سلسلة من تخفيض العملات والتخفيض المضاد، ويمكن أن تنتقل هذه الموجة العالمية من سياسات التيسير الكمي من دولة إلى أخرى، ومما لا شك فيه أن التحرك الذي قام به الاحتياطي الفيدرالي وردود الفعل من الكثير من البنوك المركزية في العالم تمثل جميعها إشارات لاحتمالات قيام حرب عملات بين المراكز التجارية الرئيسية في العالم (McKinnon & Liu, 2013., p. 56).

ب. **اسعار الفائدة الصفرية:** بعد برامج التيسير الكمي التي يبدو أنها فقدت قوتها ومفعولها في إبهار الأسواق، والعديد من الحكومات التي هي إما غير قادرة أو غير راغبة في دعم زيادة الإنفاق، شعرت البنوك المركزية أنها مضطرة لتجربة أدوات جديدة التي منها أسعار الفائدة الصفرية ونزولاً بها إلى النطاق السالب.

وتتبع البنوك المركزية سياسة أسعار الفائدة الصفرية في حالة الأزمات من أجل تسهيل حصول الأفراد على الائتمان، لأن العلاقة بين أسعار الفائدة على الائتمان والكمية المطلوبة منه ترتبط بعلاقة عكسية، حيث أن ارتفاع سعر الفائدة على الإقراض سوف يقلل من الطلب على القروض والعكس صحيح، وهو ما تتشده البنوك المركزية من خلال سياستي التيسير الكمي وأسعار الفائدة الصفرية. كما تساهم أسعار الفائدة الصفرية في التأثير على أسعار صرف العملة في الأسواق الدولية للعملات.

ج. حرب العملات: حرب العملات هي حرب اقتصادية يقصد بها التلاعب بسعر صرف عملة واستخدامها كسلاح وكإجراء سريع المفعول للضغط وإلحاق الضرر باقتصاديات دولة ما أو بمجموعة دول، وإجبارها على إعادة النظر بسياساتها وإجراءاتها المالية والاقتصادية بما يعود بالنفع على معالجة أزمة المهاجم الاقتصادية، وهذه الحرب لا يمكن تحريكها إلا من دول كبرى في استخدام عملتها الدولية كسلاح في مواجهة المقابل (الطالب، 2011).

كما أن حرب العملات ظاهرة تشير إلى التخفيض التنافسي للعملة لزيادة صادرات الدول وتقليل مُستورداتها من أجل تقليص العجز التجاري أولاً، وتحريكاً للاستثمار في الدول المخفضة ثانياً، سعياً لخلق مزيد من فرص العمل للعاطلين عنه (Sanghvi, 2011, p. 17).

حيث أنه في النظرية الاقتصادية العملة القوية تميز الإقتصاد القوي، ولكن العملة القوية جداً تضعف الإقتصاد، هذا حال الوضع الاقتصادي اليوم، ولهذا السبب يعمل عدد غير قليل من دول العالم على إضعاف العملة المحلية بالنسبة للعملات الأخرى، لخلق أفضلية تنافسية على غيره من البلدان في الإقتصاد العالمي، أطلق على هذه الظاهرة اسم «حرب العملات».

2.3. أهداف السياسة النقدية غير التقليدية: يمكن التمييز بين مجموعة من الأهداف المراد تحقيقها من استخدام الإجراءات والأدوات غير التقليدية في السياسة النقدية في الدول المتقدمة وهي (صاري، 2013، صفحة 73):

أ. الرفع بشكل مكثف في كمية الأموال المتداولة في الاقتصاد (التيسير الكمي): يهدف الضخ المكثف للسيولة إلى نقادي عائق تجميد نسب الفائدة، ويحاول البنك المركزي تلبية الطلب على النقود من قبل المتعاملين الاقتصاديين، على أمل أنهم سينفقونها مباشرة، لأن الطلب على النقود غير محدود نتيجة الظروف الاستثنائية؛

ب. التأثير على انحدار نسب الفائدة (الفائدة الصفرية والسالبة): يمكن للبنك المركزي الالتزام بشكل صريح بالإبقاء على نسبة الفائدة الرئيسية في مستوى منخفض جداً وحتى في مستوى الصفر لفترة طويلة، كما يمكنه ضبط شروط مسبقة للرفع في هذه النسبة مستقبلاً، مثل الوصول إلى مستوى معين من التضخم أو البطالة؛

ج. إزالة عوائق السيولة في أسواق القروض (التيسير الإقتراضي): يمكن للبنك المركزي أن يقوم محل البنوك والسوق لتمويل الاقتصاد مباشرة من خلال التوسيع في خطوة أولى في مجموعة القروض الممنوحة للاقتصاد التي يقوم بإعادة تمويلها، وبشترى مباشرة السندات التي تمثل قروضا للاقتصاد (سندات خاصة) في خطوة ثانية؛

د. تعزيز النمو الاقتصادي: وذلك بفضل إعادة تكوين مخزونات المؤسسات وارتفاع نفقاتها الاستثمارية فضلا عن انتعاشة تدريجية في السوق العقارية، وفي المقابل زيادة الاستهلاك الأسري نتيجة الزيادة المعتدلة في مداخيلها وبالتالي خفض مستوى البطالة؛

هـ. تحفيز الطلب الخارجي على الصادرات: نتيجة اختلال موازين مدفوعات الدول المتقدمة، وضعف منتجاتها على المنافسة في السوق الدولية بسبب ظهور اقتصاديات نامية منافسة لها (انخفاض سعر صرف عملاتها)، ما جعل من هذه الدول تستخدم الأساليب غير التقليدية في التأثير على اتجاه حركة المبادلات التجارية.

معدلات الفائدة الصفرية والسالبة وآليات انتقال أثرها إلى النشاط الاقتصادي.

لقد ألقى "كينز" كثير من الشك حول فعالية السياسة النقدية في أوقات الكساد عندما يكون الطلب على النقود غير مستقر ويكون الاستثمار بصفة عامة غير حساس للتغيرات في سعر الفائدة (فهيم، 1981، صفحة 34). لأن ارتفاع سعر الفائدة قليلا ما يعوق رجال الأعمال عن الإقدام على الاستثمار، بينما أسعار الفائدة المنخفضة تعمل على تسهيل الاقتراض ويزيد الطلب على القروض ويحفز الإنفاق والاستثمار، وبالتالي زيادة الطلب بشكل عام.

1.4. أسعار الفائدة الصفرية والسالبة: يفترض من الناحية النظرية أن أدنى مستوى يمكن أن تصل إليه معدلات الفائدة الاسمية هو مستوى صفر في المائة، كما أنه من المفترض عندما يصل معدل الفائدة إلى هذا المستوى، تفقد السياسة النقدية فعاليتها وقدرتها على التأثير في الاقتصاد؛ كما أنه ليس من المتصور نظريا أن تنخفض معدلات الفائدة الاسمية إلى ما دون الصفر، أي إلى النطاق السالب، غير أن التطبيق العملي أثبت عكس ذلك حيث لجأت البنوك المركزية إلى هذا الخيار غير التقليدي، بتبني معدلات الفائدة السالبة، التي تمثل إجراء غير اعتيادي يعبر عن حالة من اليأس لدى صناع السياسة النقدية عندما تعجز الأدوات النقدية التقليدية في معالجة أوضاع الاقتصاد في حالة الكساد العميق .

أ. المقصود بأسعار الفائدة السالبة: يجب معرفة أن أسعار الفائدة السالبة لك لبق يه ن أصوصذ، يداستقلا شامكذلا ت لاد ي في تيزكرملا كونيلا اهيللا أجلت تيدقن تسياس عي ش ي فو . رامنتسلاو قافذلا ن ع أضوع ل او ملاء سيدكتب دارفلأو ت اكرشلا مايق دهشت ت ارتقلا كلت امدنذ اهيللا عوجللا متي ، تيديلقت ريغ تيدقن تسياس تلباسلا قذافلا راعسا تسياس ربعتت تقولا س فذ

ن لا تديدع تادافتنا مجاوتة سايسلا مذنأ م غرو ،ل شغلاب داصتقلاا شاعنا بيلاسأ عيمج عويت
باهيلا ت أجل لودلا نم ديدعلا

فسعر الفائدة أقل من صفر يعني أن البنك المركزي والبنوك الخاصة تستوفي أسعار فائدة على الودائع بدلاً من إعطاء فائدة عليها. فيما تهدف الفائدة السالبة إلى تشجيع الأفراد والمستثمرين على الإنفاق لأغراض استهلاكية واستثمارية بدلاً من إيداعها لدى البنوك ودفع فوائد عليها، وهو ما سيقضي على الركود الاقتصادي (Danthine, 2017, p. 4).

وبمعنى مبسط يمكن القول أن معدل الفائدة السالبة هو أن يقوم البنك المركزي -وفي حالات خاصة بعض البنوك- باستلام فائدة على النقود المودعة لديه بدلاً من دفع فوائد على هذه الإيداعات، حيث أن مودع النقود يدفع فوائد على إيداعاته (الرستم، 2016، صفحة 13). فسياسة سعر الفائدة السلبية هي من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية التي يتم تحديد سعر الفائدة فيه إلى ما دون الصفر، فبدلاً من تلقي المودعين الفائدة على ودائعهم، عليهم أن يدفعوا نسبة مئوية للبنوك من أجل الحفاظ على أموالهم (البيب، 2016).

ب. تطور معدلات الفائدة السالبة: تشير التطورات في أسعار الفائدة لدى المصارف المركزية العالمية والإقليمية خلال العام 2017م إلى حدوث بعض التغيرات لدى بعض المصارف وثباتها دون تغير يذكر لدى مصارف أخرى، فقد أبقى الاحتياطي الفدرالي على سعر الفائدة الأساس عند 0.25% دون تغير (النقدية، 2013، صفحة 4)؛

ويعتبر هذا التثبيت لسعر الفائدة عند هذا المستوى المنخفض (الصفري) منسجماً مع السياسة الاقتصادية العامة المتبعة في الولايات المتحدة، الهادفة إلى تحفيز النمو من خلال سياسات نقدية ومالية توسعية عبر ما يعرف بسياسات التحفيز المالي، وفي منطقة اليورو قام المصرف المركزي الأوروبي بتخفيض سعر الفائدة خلال الربع الثاني من سنة 2013 بواقع ربع نقطة أساس ليصبح 0.5% مقارنة مع 0.75% في الربع الأول من نفس السنة.

في المقابل أبقت المصارف المركزية في كل من اليابان، والمملكة المتحدة، وسويسرا أسعار الفائدة كما هي دون أية تغيرات، علماً بأن تلك الأسعار متدنية أصلاً وقريبة من الصفر (الأحمد، 2013، صفحة 16).

الجدول رقم (1):

أسعار الفائدة المطبقة في مجموعة من الدول المتقدمة. وتاريخ آخر تعديل لها.

الدولة	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	آخر تعديل
الولايات المتحدة	0,25	0,25	0,25	0,25		1,25	1,5	2018/03/18
منطقة اليورو	0,75	0,75	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	2016/03/10
المملكة المتحدة	0,50	0,50	0,50	0,50	0,25	0,5	0,5	2017/11/02
سويسرا	0,00	0,00	-0,725	-0,725	-0,75	-0,75	-0,75	2015/01/15
اليابان	0,10	0,10	0,10	0,10	-0,10	-0,10	-0,10	2016/01/29
نيوزلندا	2,25	2,25	3,50	3,50	1,75	1,75	1,75	2016/08/10
الصين	6,00	6,00	5,60	5,60	4,35	4,35	4,35	2015/10/23
البرازيل	7,25	7,25	11,75	11,75	7,00	6,50	6,50	2017/03/22
تركيا	5,50	5,50	7,75	7,75	8,00	8,00	8,00	2015/02/24
مصر	9,25	9,25	8,75	8,75	14,25	16,75	16,75	2017/03/18

المصدر: دائرة الأبحاث والسياسات النقدية، سلطة النقد الفلسطينية، نشرة الأسواق العالمية، من العدد 6، تموز 2013. إلى العدد 25، نيسان 2018.

ومن أن بعض المصارف المركزية في دول هذه المجموعة تقوم بإتباع سياسة استهداف التضخم، حيث يتم ضبط وتعديل أسعار الفائدة لتحقيق مستوى الأسعار المستهدف، يضاف إلى ذلك أن وجود هوامش واسعة في أسعار الفائدة بين الدول، يجعل اقتصاديات الدول ذات الفائدة المرتفعة عرضة للتدفقات المالية السريعة وهو ما يعرف باسم (hot money) الذي ينتج عنه مشاكل مالية كثيرة في معظم الأحيان (الحاج، 2018، صفحة 16).

2.4. الهدف من استخدام البنوك المركزية أسعار الفائدة السالبة: أجريت عدة دراسات لبيان أسباب تغير سعر صرف العملات الأجنبية ومن هذه الدراسات بيان أثر تغير نسبة الفائدة على أسعار صرف العملات الأجنبية، حيث أن المنطق يوحي بأن المستثمرين يتوجهون لبيع العملة ذات الفائدة القليلة وشراء العملة ذات الفائدة المرتفعة، مما يؤثر سلباً على سعر الأولى وإيجاباً على الثانية وبالتالي يؤثر على أسعار صرف هذه العملات.

وتتبع البنوك المركزية سياسة أسعار الفائدة الصفرية في حالة الأزمات من أجل تسهيل حصول الأفراد على الائتمان، لأن العلاقة بين أسعار الفائدة على الائتمان والكمية المطلوبة منه علاقة عكسية، وهو ما تنتشه البنوك المركزية من خلال أسعار الفائدة الصفرية. كما تساهم أسعار الفائدة الصفرية في التأثير على أسعار صرف العملة الوطنية في الأسواق الدولية للعملة من خلال عدد الوحدات التي يمكن بها شراء وحدات من عملة أخرى؛

كما أن الهدف من هذه السياسية هو إبعاد المصارف عن الإيداع في المصرف المركزي لتستعمل أموالها في إقراض الشركات والأشخاص، حيث أن خفض نسب الفائدة تحت الصفر سيجعل الاقتراض أسهل ويزيد الطلب على القروض ويحفز الإنفاق والاستثمار.

فبمجرد انخفاض أسعار الفائدة الأساسية إلى ما كان يُعرف باسم "النطاق الأدنى الصفري"، يصبح بوسع البنوك المركزية استخدام إجراءات غير تقليدية على مستوى السياسة النقدية لتقديم دفعة تنشيطية إضافية. فتهدف الأسعار السالبة إلى تشجيع القطاع الخاص على زيادة الإنفاق ودعم استقرار الأسعار عن طريق زيادة تيسير الأوضاع النقدية والمالية. وفي حالة الاقتصاديات المفتوحة الأصغر حجماً، يمكن لأسعار الفائدة المساهمة في الحد من التدفقات الرأسمالية الوافدة وتخفيض ضغوط ارتفاع أسعار الصرف (فينيالنز و سايمون، 2016).

جدير بالذكر أن البنوك المركزية في أمريكا وأوروبا لم تشرع في استخدام الأدوات غير التقليدية إلا بعد وصول أسعار الفائدة لمستويات متدنية وفقدانها القدرة على تنشيط الاقتصاد فكان عليها إيجاد أدوات بديلة. فاعتمدت أسعاراً فائدة سالبة، مما أدى إلى إضعاف عملاتها من خلال تشجيع المستثمرين على السعي للحصول على عوائد أعلى في أماكن أخرى.

الجدول رقم (2):

تاريخ بداية تطبيق معدلات الفائدة السالبة في بعض البنوك المركزية

البلد	تاريخ بداية تطبيق أسعار الفائدة السالبة	قيم أسعار الفائدة بنقاط الأساس		
		سعر الفائدة على القروض	سعر الفائدة الأساسي	سعر الفائدة على الودائع
البنك الوطني الدنماركي	من يوليو 2012 إلى أفريل 2014 ثم من سبتمبر 2014 إلى الآن	0,5	صفر	-0,65
البنك المركزي الأوروبي	من يونيو 2014 وما بعده	0,25	صفر	-0,40
البنك الوطني السويسري	ديسمبر 2014	0,50	-0,50	-0,75
البنك المركزي السويدي	فبراير 2015	0,25	-0,50	-0,125
بنك اليابان المركزي	يناير 2016	0,10	صفر	-0,10
البنك المركزي الهنغاري	مارس 2016	0,145	0,120	-0,5

المصدر: هوزيه فينيالنز، وسايمون غراي، وكيلي إيكولد، متاح على:

23-8-2018.http://blog--;ontada.imf.org/page_id4171

كما أن هناك أوجه توافق بين أسعار الفائدة الأساسية السالبة وسياسة التيسير الكمي؛ فقد اقترنت أسعار الفائدة السالبة حتى الآن بتوسع الميزانيات العمومية للبنوك المركزية نتيجة التيسير الكمي أو عمليات شراء النقد الأجنبي على نطاق واسع. ويعمل التيسير الكمي على تقليص العائدات وعلاوات الأجل، وإن كان نطاقه محدوداً إلى حد ما نظراً لأنه يقلل بمرور الوقت حجم الأصول المتاحة لمشتريات البنك المركزي الإضافية؛ ويهدف تحريك أسعار الفائدة

3.4. آليات تأثير أسعار الفائدة السالبة في متغيرات النشاط الاقتصادي: يعتبر معدل

أ. من خلال التأثير في معدل التضخم: يكمن الهدف الأساسي من اعتماد الفائدة السالبة

فمن أجل التصدي للركود، تحتاج البنوك المركزية إلى المزيد من خفض أسعار الفائدة حتى إلى ما دون الصفر؛ وهو ما حدث ويحدث فعلياً في مجموعة من البنوك المركزية العالمية. فهدف السويد مثلاً من اعتماد الفائدة السالبة هو زيادة معدل التضخم لديها، فيما هدف سويسرا والدنمارك المباشر يكمن في منع قيمة عملاتهم من الارتفاع كثيراً، وكبح قيمتها من التزايد مقابل العملات الدولية الأخرى (Jobst & Lin, 2016, p. 13).

فأرقام التضخم في العالم الغربي كلها قريبة من الصفر، وبالتالي فإن الفائدة الاسمية قريبة أو مساوية تماماً للفائدة الحقيقية طالما أن معدل التضخم عند الصفر. ومن هنا فسعر الفائدة السالب هو عقوبة للبنوك التي تحتفظ بأموالها لدى البنوك المركزية، وبالتالي فإن البنوك ليس أمامها خيار سوى أن تفرط في الإقراض وتدفع الناس للاقتراض بأية وسيلة. وما لم تستطع فهي بين خيارين: إما أن تتحمل بنفسها كلفة العقوبة المتمثلة في دفع الفائدة السالبة من خزائنها من

دون تمريرها للمودعين. والخيار الآخر أن تخصص من ودائع العملاء ما يعادل قيمة الفائدة السالبة. وبحسب بعض الأرقام فإن بعض المصارف قررت إتباع السياسة الأولى، وهو ما يشكل خطراً على المصارف، ويضعف قدرتها المالية بالضغط على هامش أرباحها، كما ما يجعلها غير راغبة في الإقراض أصلاً. وبعضها اتبع السياسة الثانية، وهو الخصم من أموال المودعين - حتى ولو بطريقة غير مباشرة برفع تكاليف الإدارة والخدمات التي تقدمها لهم- وهو ما ينذر بهروب هؤلاء المودعين بأموالهم خارج النظام المصرفي (ستغلتر، 2016).

ب. من خلال إعادة توازن المحافظ الاستثمارية: الأسواق بشكل عام قلقة بكل تحرك تقوم به البنوك المركزية لتخفيف السياسة النقدية منذ بداية الأزمة المالية، لكنها باتت أكثر قلقاً حيال تجربة أسعار الفائدة السلبية. ويخشى بعض المستثمرين والمحللين من أن هذه التحركات هي انعكاس مثير للقلق لتلاشي قوة البنوك المركزية، وأن السلاح الجديد يمكن أن يكون خطراً. فمن وجهة نظر استثمارية، فإن استمرار أسعار الفائدة السالبة بالتأثير على الأصول المختلفة لفترة طويلة، يدفع العديد من المستثمرين إلى تحويل محافظهم الاستثمارية نحو أصول أشد خطورة بحثاً عن العائد؛ فمع انخفاض أسعار فائدة إلى النطاق السالب في الدول المتقدمة، تراجعت أنشطة التداول في أسواق المال، وإن كان من غير الواضح إذا ما كانت هذه الآثار راجعة لأسعار الفائدة السالبة في ذاتها أم لفائض السيولة الكبير المصاحب للتيسير الكمي. هذا الأمر دفع المستثمرين إلى إعادة بناء محافظهم المالية والاستثمارية بهدف إعادة التوازن في العائد المالي لهم، وذلك من خلال (حيدر، 2016):

ب.1. الأسهم: على هذا الأساس، فإن أي دولة ترى اقتصادها يعاني من حالة الركود فإنه باستطاعتها العمل على معالجة هذا المشكلة من خلال قيام البنك المركزي بممارسة دوره على البنوك وفرض فائدة سالبة عليها مقابل احتفاظها بالأموال، هكذا عمل يؤدي إلى جعل الكفاية الحدية لرأس المال أعلى ما يمكن، ويؤدي أيضاً إلى عقاب المدخرين (أفراد ومصارف) كنتيجة لعدم توظيف أموالهم في النشاط الاقتصادي، وبالتالي سيضطر المدخرين إلى استنفار كافة أموالهم وتوظيفها في النشاط الاقتصادي- أسهم الشركات- للحصول على أرباح وفوائد والتخلص من تكاليف الادخار (الفائدة السلبية)، مما يفضي إلى زيادة الطلب على العمل وزيادة إنتاج السلع والخدمات وبالتالي رفع وتحقيق النمو الاقتصادي.

ب.2. السندات: إن معدلات الفائدة السالبة في الأوقات العادية، هي مؤشر على قلق محافظي البنوك المركزية، بشأن تباطؤ النمو الاقتصادي، وخوف أكبر من الانكماش؛ وتميل أسعار السندات الحكومية إلى الارتفاع في بعض الأوقات، التي تسود فيها معدلات الفائدة السالبة، بينما تنخفض عوائد السندات الحكومية وهو بالضبط ما حدث، إذ تراجعت عائدات

السندات الحكومية طويلة الأجل في جميع أنحاء العالم. وهنا تحاول البنوك المركزية عن طريق خفض معدلات الفائدة إلى مستويات سالبة، وهي سياسة لم تكن ناجحة تماماً واقتصرت نجاحها المحدود على تشجيع الشركات والأسر للاقتراض والإنفاق.

ب.3. العقار: يجب على المستثمرين التطلع إلى السوق العقاري، خلال الفترات التي تسود فيها معدلات الفائدة السلبية، وبما أن معظم المستثمرين ينشطون بالفعل في سوقي الأسهم والسندات، فإن البحث عن فئة من فئات الأصول الأخرى التي يمكن أن تحقق لهم عوائد، لا يمكن أن تكون جيدة بمقدار قطاع العقارات.

هذه المنهجية تهدف إلى دفع المستثمرين خارج سوقي الأسهم والسندات، وقد بدأت تظهر بالفعل من خلال إيجاد حركة كبيرة في أسواق العقارات السكنية والتجارية في جميع أنحاء العالم، ومن المؤكد أن المستثمرين والملاك سيتمتعون بميزة كبيرة، مع انخفاض تكلفة التمويل، كما من المرجح أن يستفيد المستثمرين والمروّجين للاستثمارات العقارية، بشكل كبير في قطاع الاستثمار العقاري، إذ إن معدلات الفائدة السلبية ستقلص بالتأكيد من حجم العوائد الموعودة. ولكن تحقيق عائد من رقم مزدوج قد يكون ممكناً في القطاع العقاري، وقد لا تعمل بعض الاقتصاديات على تطبيق معدلات سلبية على الفائدة الآن، ولكن من المرجح أن يحدث ذلك الأمر الذي سيجعل من الاستثمار العقاري أكثر جاذبية، وسيساهم في تعزيز العوائد وزيادة مستويات الطلب في السنوات المقبلة.

ج. من خلال الإقراض المصرفي: إن القطاع المصرفي، وهو في العادة شريان الحياة في أي اقتصاد، هو الأكثر عرضة للمخاطر، نتيجة معدلات الفائدة السالبة، ليس فقط لأن على البنوك التي تقدم الخدمات المصرفية التجارية، وتسديد رسوم للبنوك المركزية لإيداع احتياطاتها من النقد، ولكن لأن نموذج الأعمال التجارية للقطاع المصرفي مبني على الاقتراض على الأجل القصير لمنحني العائد أي من المودعين، والإقراض على الأجل الطويل أي القروض.

وبما أن أسعار الفائدة تضر بهوامش ربحية البنوك في الأجل القصير، خصوصاً أن العديد من البنوك تحجم عن فرض رسوم على المودعين فقد اختلف تأثير أسعار الفائدة السالبة على الإقراض المصرفي باختلاف البنوك، نتيجة اختلاف نماذج التمويل وممارسات الإقراض، وبينما انخفضت تكاليف التمويل المصرفي، فقد كان التراجع في أسعار الفائدة على القروض المصرفية محدوداً نتيجة ثبات أسعار الفائدة على الودائع عند المستوى الصفري أو فوقه.

د. من خلال قيمة العملة: كما يمكن في الظروف الاقتصادية غير الاعتيادية للتسهيل الكمي تحفيز الاقتصاد عن طريق التأثير على كمية النقود، أيضا فإن انخفاض أسعار الفائدة يخفض تكاليف الاقتراض الحكومي ويخفض الضرائب.

أما ثاني هذه المستهدفات في هذا الجانب فهو رفع معدلات التضخم في ظل تراجع اتجاهات التضخم المنخفضة على النحو الذي يحمل آثارا سلبية على النمو الاقتصادي، أما ثالثها، وهو أكثر هذه الغايات التي يتناولها المراقبون بالتحليل، فهو إجبار البنوك غير الراغبة في مد خطوط الائتمان في الاقتصاد الأوروبي على القيام بذلك حتى تتجنب أن تدفع فائدة على الأموال التي لا تقرضها، وهو أمر مرغوب أيضا في ظل هذه الظروف لتغذية الطلب الكلي في الاقتصاد الأوروبي، غير أنه ليس هناك ما يؤكد قيام البنوك بذلك نظرا لأن البنوك لا تأخذ في الاعتبار عنصر العائد فقط، إنما أيضا تهتم بجوانب المخاطرة عند منح الائتمان، خصوصا في أوقات الأزمات، من ناحية أخرى فإن القضية الأهم في هذا الجانب ليست في إقدام البنوك على منح الائتمان، بقدر ما هي هل هناك طلب فعلي على الائتمان من جانب قطاع الأعمال والأفراد؟ في ظل اعتقاد الناس أن أموالهم ستكون قيمتها أقل في المستقبل ما يولد لديهم حافز كبير للتخلص منها وإنفاقها بشكل اكبر من الآن.

هـ. من خلال أسعار الصرف: لقد تباينت آثار أسعار الفائدة السالبة في البنوك المركزية على أسعار الصرف، فقد أدت إعادة توازن المحافظ الاستثمارية في بعض الحالات إلى خروج التدفقات الرأسمالية عبر الحدود وانخفاض أسعار الصرف. وكان لإجراءات البنوك المركزية في بعض الحالات أثر مفيد من حيث تخفيض التدفقات الرأسمالية الداخلة (في الدانمرك على سبيل المثال)، كما ساهمت عوامل أخرى في التأثير على أسعار الصرف.

ففي سويسرا والدنمارك مثلاً يتم استخدام معدل الفائدة السالبة لمكافحة ارتفاع قيمة العملة وتعزيز قيمتها مقابل العملات الأخرى، فالهدف الرئيسي من الفائدة السلبية هو إحباط عزيمة المستثمرين على شراء العملة المحلية الذي سيؤدي بدوره إلى رفع قيمة العملة المحلية، وهذا له تأثير مباشر على الصادرات السويسرية حيث سينخفض الطلب على البضائع السويسرية من الأوروبيين نظراً إلى أن أوروبا تعتبر الشريك التجاري الأول لسويسرا، وعلى المدى الطويل سيؤدي إلى تراجع في النمو الاقتصادي للبلد وزيادة الواردات السويسرية مقابل الصادرات

الخاتمة ونتائج الدراسة.

تُعتبر أسعار الفائدة السالبة إحدى أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، التي تهدف في ظروف الركود الاقتصادي إلى تشجيع الأفراد والمستثمرين على الإنفاق لأغراض استهلاكية واستثمارية بدلاً من إيداعها لدى المصارف ودفع فوائد عليها. وينطبق الشيء نفسه على المصارف، إذ تشجعها أسعار الفائدة السالبة على إقراض أموالها بدلاً من إيداعها في المصرف المركزي ودفع فوائد عليها. كما أن معدلات الفائدة السلبية على الودائع المصرفية تعتبر ظاهرة جديدة في عالم الاقتصاد، الهدف الرئيسي منها هو جعل البنوك تقرض قطاعات الاقتصاد الحقيقي، وأن تسمح للناس العاديين بالإنفاق من أجل زيادة الطلب مع المحافظة على نظرة تجاه الودائع المصرفية بأنها غير رابحة فالأموال يجب أن توضع في العمل.

ويلجأ البعض إلى إتباع هذا الخيار في محاولة لتنشيط الاقتصاد بعدما تم استنفاد جميع الطرق الأخرى التي باءت بالفشل، والبعض الآخر يريد أن يدفع المستثمرين الأجانب إلى الاستثمار خارج البلاد؛ في كلتا الحالتين تعتبر أسعار الفائدة السلبية من الخيارات غير التقليدية والتي أدت إلى خلق بضع تشوهات في الأسواق المالية.

نتائج الدراسة:

- 1- تشكل أسعار الفائدة أداة السياسة النقدية الرئيسية، التي يمكن رفعها وخفضها لضمان الأداء الاقتصادي الجيد. وإذا لم تكن أسعار الفائدة الموجبة كافية، فلا بد أن تقي أسعار الفائدة السالبة بالغرض.
- 2- إن دفع أسعار الفائدة تحت الصفر بالرغم من إمكانيته فنياً إلا أنه لم يساعد في شيء، فأسعار الفائدة السلبية شجعت المودعين على سحب إيداعاتهم من المصارف وادخارها بشكل نقدي بالرغم من أن العائد على الكاش صفر فإنها تبقى أفضل حالاً من العائد السلبي.
- 3- أمام سياسة الفائدة السالبة بشقيها الاسمي والحقيقي بعد أخذ معدلات التضخم في الاعتبار، باتت البنوك المركزية غير قادرة على القيام بوظيفتها الأساسية في تشجيع الادخار ودعم النمو وتعزيز الوساطة المالية؛ وبدلاً من ذلك فإن البنوك أصبحت تعاقب المدخرين بالأخذ من أموالهم في مقابل تشجيع المقترضين للحصول عليها دون فوائد أو تكلفة.

4- وتؤكد الدراسات الواقعية لسلوك رجال الأعمال بأن مستوى سعر الفائدة ليس عاملاً هاماً في اتخاذ القرارات الخاصة بنشاطهم الاستثمارية، إذ أنه في أوقات الكساد بصفة خاصة وعندما تصبح الطاقة الإنتاجية فائضة فمن المحتمل أن يكون الاستثمار قليل المرونة لسعر الفائدة بمعنى أن الاستثمار لا يستجيب بسهولة لانخفاض هذا السعر.

5- فعندما نهدف جميعاً إلى أن تكون السياسة النقدية ذات أثر فعال للتخفيف من حدة الكساد، فمن الصعوبة إقناع المستثمرين ورجال الأعمال بضخ استثمارات محفوفة بمزيد من المخاطر. فإذا كان أصحاب الأعمال لا يستثمرون بالشكل الكافي في ظل الفوائد المتدنية حالياً، فمن غير المرجح أن تدفعهم فوائد أدنى بقليل إلى الاستدانة.

6- كما ذكرنا فإن سياسة الفائدة السلبية مطبقة حالياً في اليابان ومنطقة اليورو وغيرها، ومؤيدو هذه السياسة يعتبرون أن مخاطرها العملية هي أقل بكثير مما يتم تصويره عنها، لكنها تبقى سياسة نقدية لا تلقى قبولاً كبيراً من العديد من خبراء المال والاقتصاد الذين يعتبرون أن مضارها على الاقتصاد أكبر من فوائدها.

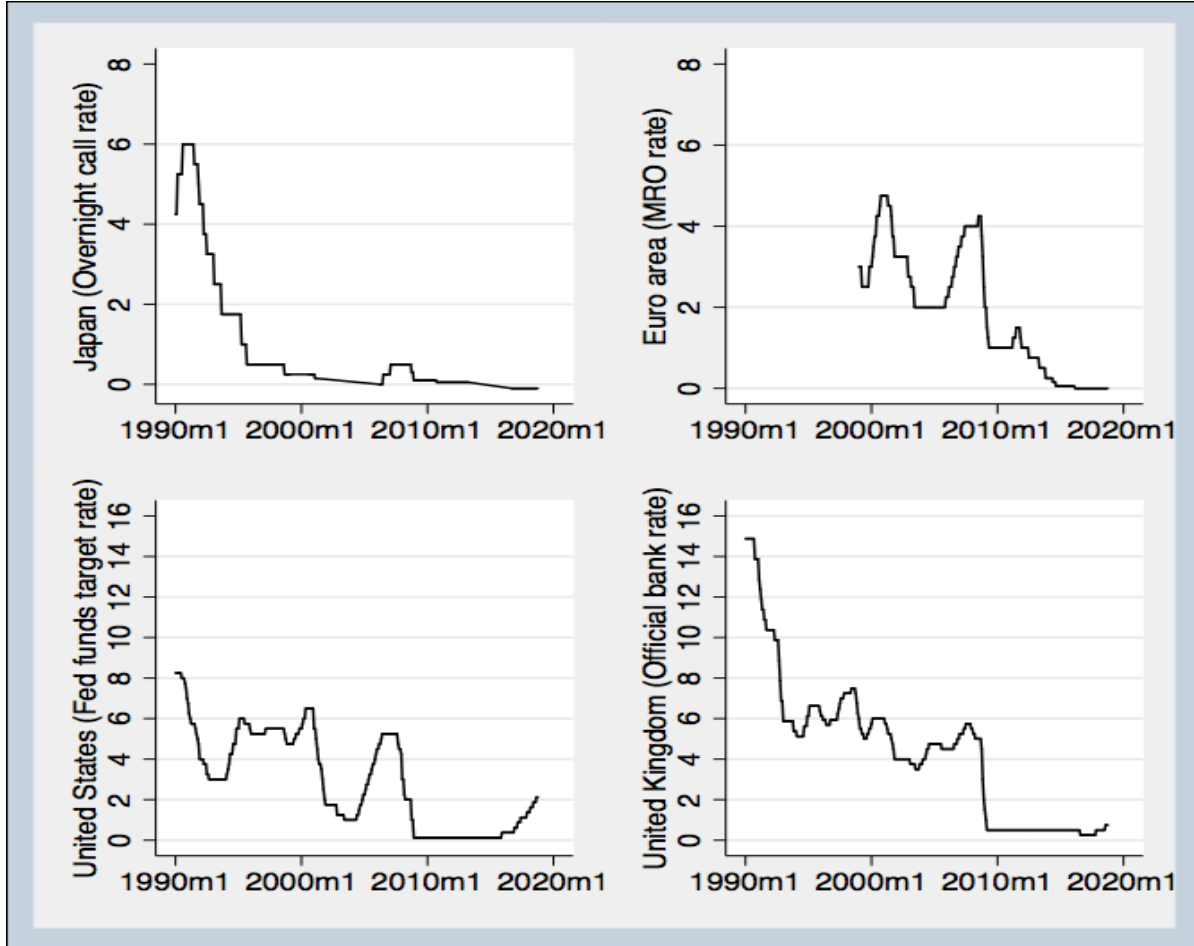
7- ساهم تطبيق معدلات الفائدة السالبة في ضعف أداء الأسواق المالية التي ألحقت الضرر بأسهم القطاع المالي؛ انخفضت أسهم البنوك اليابانية بأكثر من 20% منذ أن طرح بنك اليابان المركزي سياسات أسعار الفائدة سلبية. كما انخفضت أسهم البنوك الأوروبية بالفعل بأكثر من 20% هذا العام وتراجعت أسهم البنوك في الولايات المتحدة بنسبة 15%.

8- وفي الأخير قد تبدو هذه السياسة أقرب إلى المنطق من وجهة نظر البنوك التجارية وزبائنها من شركات كبرى، أصحاب الودائع، وقد يراها بعض المستثمرون فرصة ذهبية للحصول على القروض، لتنفيذ خططهم ومشاريع أعمالهم العالقة ريثما الحصول على رأس مال، خاصة الشركات الصغيرة والمتوسطة، التي تواجه صعوبة في التمويل.

قائمة الملاحق:

الملحق رقم (1):

معدل الفائدة المطبق في البنوك المركزية



sours: by Ruchir Agarwal and Miles S. Kimball, **Enabling Deep Negative Rates to Fight Recessions: A Guide**, IMF Working Paper, April 2019, P 6.

الملحق رقم (2):

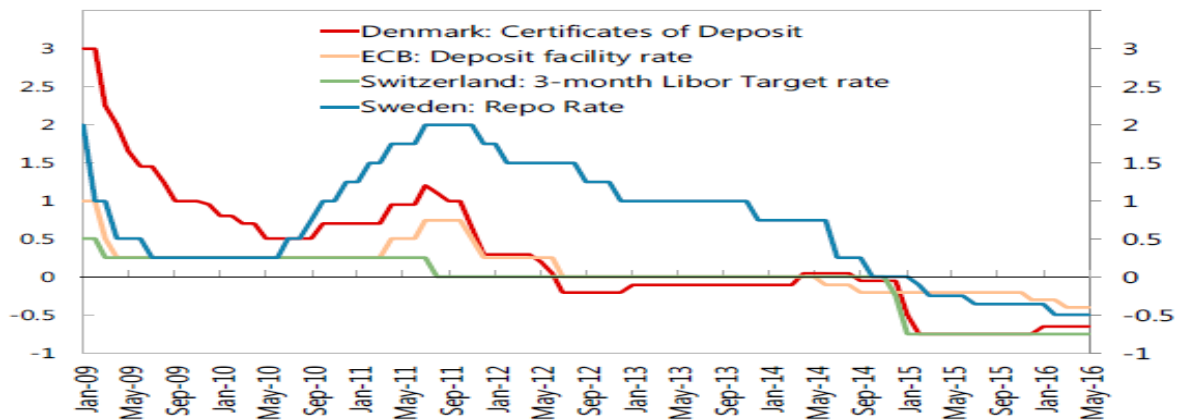
مجموعة البنوك التي اعتمدت أسعار الفائدة السالبة، وتاريخ بداية العمل بها ونسبها المطبقة وتاريخ آخر تعديل لها.

Bank	objective	instrument	rate
Bosnia and Herzegovina (two tiers)	Transmission of the ECB monetary policy stance; also aimed at avoiding potential losses to the central bank	Deposit rate	-0,20% (july 2016)
Bulgaria (two tiers)	Transmission of the ECB monetary policy stance; also aimed at avoiding potential losses to the central bank	Deposit rate	-0,30% (january 2016) -0,40% (march 2016)
Denmark (no tiers)	Countering safe-haven inflows and exchange rate pressures	Certificates of deposit(CD)	-0,20% (july 2012) -0,10% (January 2013) -0,05% (September 2014) -0,20% (January 2015) -0,65% (january 2016)
Euro area (no tiers)	Price stability and anchoring inflation expectations	Deposit rate	-0,10% (june 2014) -0,20% (September 2014) -0,40% (march 2016)
Hongary (no tiers)	Price stability and countering exchange rate pressures	Deposit rate	-0, 05% (march 2016)
Japan (three tiers)	Price stability and anchoring inflation expectations	Deposit rate	-10%(february 2016)
Norway (two tiers)	Price stability	Reserve rate	-0,25% (september 2015) -0,50% (march 2016)
Switzerland (two tiers)	Reducing appreciation and deflationary pressures	Sight deposits at SNB(with an exemption threshold)	-0,75% (january 2015)
Sweden (no tiers)	Price stability and anchoring inflation expectations	Reverse repo rate	-0,1% (February, 2015) -0,50% (February, 2016)

Sours: Whelsy Bounou, **Negative Interest Rates, Bank Profitability and Risk-taking**, Working Paper, April 2019, p22.

الملحق رقم (3):

منحنى تطور معدل الفائدة في عدد من البنوك المركزية الأوروبية.



Sours: by Rima A. Turk, **Negative Interest Rates: How Big a Challenge for Large Danish and Swedish Banks?**, IMF Working Paper, European Department, October 2016, p 6.

قائمة المراجع:

المراجع العربية:

- توفيق، حيدر. (13 8، 2016). تأثير معدلات الفائدة السلبية على النشاطات الاستثمارية. تاريخ الاسترداد 21 5، 2019، من <http://www.alraimedia.com/Home/Detail>
- الحاج، حسن. (2018). التغيير في أسعار الفائدة وأثرها على حركة الاقتصاد، اتحاد شركات الاستثمار، سبتمبر 2018.
- جوزيف، ستغلتر. (27 3، 2016). ماذا يعيب أسعار الفائدة السلبية؟، تاريخ الاسترداد 23 5، 2019، من <http://thenewkhalij.org/ar/node/35461>
- الرستم، سليمان. (2016). سياسة معدل الفائدة السالب. مجلة الباحثون السوريون، العدد 13.
- الطالب، عبد الرحمن. (10 يناير 2011). محاضرة في ندوة حول حرب العملات وأثرها على الأسواق المالية. سوق مسقط للأوراق المالية، .
- قدي، عبد المجيد. (2006). المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية. الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية.
- المطلب، عبد الحميد. (2003). السياسات الاقتصادية على المستوى القومي، تحليل كلي. القاهرة: مجموعة النيل العربية.
- عقيل، جاسم. (1999). النقود والبنوك، منهج نقدي ومصرفي. عمان: مكتبة الحامد للنشر.
- صاري، علي. (2013). السياسة النقدية غير التقليدية - الأدوات والاهداف-. المجلة الجزائرية للولمة والاقتصاد، جامعة الجزائر، العدد 4، سنة 2013.
- فهيم، كمال. (1981). دور الجهاز المصرفي في التوازن المالي. القاهرة: الهيئة المصرية العامة للكتاب.
- الأحمد، محمود عبد العزيز. (2013). حرب العملات تظل برأسها مجددا. القبس الاقتصادي، الكويت، العدد 142، سنة 2013.
- هوزيه، فينيلز و سايمون، غراي كيلي. (أفريل، 2016). الفائدة السالبة في الاقتصاد. تاريخ الاسترداد 22 6، 2019، من <http://blog-montada.imf.org/page-id 125>
- ليبب، وائل. (2016). الفائدة السلبية في مصارف العالم لتنشيط الاقتصاد. تاريخ الاسترداد 23 5، 2019، من <http://www.alhayat.com/Articles/12476226>
- وليام، ألكسندر و تشارلز، إنوك. (مارس، 1996). استخدام أدوات غير مباشرة في السياسة النقدية. مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، العدد 14. سنة 1996.

المراجع العربية باللغة الإنجليزية:

- Toufik, haedar. (13 8, 2016). *Impact of negative interest rates on investment activities*. Redemption Date 21 5, 2019, from <http://www.alraimedia.com/Home/Detail>
- Joseph, Stiglitz, J. (27 3, 2016). *What is wrong with negative interest rates?* Retrieved 23 May 2019, from <http://thenewkhalij.org/en/node/35461>
- elrostem, Selaemen. (2016). *Negative interest rate policy*. Journal of Syrian Researchers, N13.

- taleb, Abdul Rahman. (January 2011). *Lecture at a seminar on currency war and its impact on financial markets*. Muscat Securities Market.
- kaddi , Abdul madjid. (2006). *Introduction to Macroeconomic Policies*. Algeria: University Press Office.
- Muttalib, Abdul Hamid. (2003). *Economic policies at the national level, a macro analysis*. Cairo: Nile Arab Group
- Jassim, Aqeel. (1999). *Money and banks, a monetary and banking approach*. Amman: Al-Hamed Publishing House.
- Sari, Ali (2013). Unconventional Monetary Policy - Tools and Objectives - Algerian Journal of Globalization and Economics (N4).
- Fahmy, Kamal. (1981). *The role of the banking system in the financial balance*. Cairo: The Egyptian General Book Organization.
- Al-Ahmad, Mahmoud Abdul Aziz. (2013). *The currency war is raging again*. Economic Socket (142).
- William, Alexander and Charles, Enoch, (March, 1996). *The use of indirect tools in monetary policy*. Journal of Finance and Development, N14.

المراجع الأجنبية:

- DADUSH, U. & eldelman, V. (2011). *CURRENCY WARS*. carnegie endowment.
- Danthine, J. P. (2017, April). *Negative interest rates in Switzerland: what have we learned?..* School of Economics and CEPR, 4.
- Hogarth, K. J., & Kozup J, H. J. (2008). *Financial Literacy Public Policy and Consumer's Self-Protection – More Questions, Fewer Answers*”. Journal of Consumer.
- Jobst, b. A., & Lin, H. (2016). *Negative Interest Rate Policy (NIRP)*. by Andreas Jobst and Huidan Lin, *Negative Interest Rate Policy (NIRP): Implications fo IMF Working Paper*.
- Lusardi, A. T., & Tufano, P. (2015). *Financial Experiences, and Over Indebtedness*. Financial Experiences, and Over Indebtedness, Journal of Pension Economics and Finance.
- Sanghvi, R. C. (2011, January 24). *Currency Wars*. Executive Summary of the Paper Currency Wars.

كيفية الاستشهاد بهذا المقال:

صاري، ع (2020). آليات تبليغ أثر السياسة النقدية عند الفائدة الصفرية والسالبة. *مجلة دراسات العدد الاقتصادي*، 11(01)، جامعة الأغواط، الجزائر. ص: 75-94

Sari, a (2020). Mechanisms for reporting the impact of monetary policy at zero and negative interest, *Dirassat Journal Economic Issue*. 11(1), 2020, University of Laghouat. Algeria. Pp. 75-94.